

Makro i rynek

raport miesięczny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

11 kwietnia 2017

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

Urszula Kryńska

Ekonomistka
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz

Analitik rynków finansowych
+48 22 598 22 36

Podsumowanie miesiąca

- Początek tego roku przyniósł utrzymanie dobrej koniunktury gospodarczej. Lepszy od pierwotnych oczekiwań wynik za 4Q ubiegłego roku, a także częściowe dane za pierwsze miesiące sugerują, że ścieżka wzrostu gospodarczego w tym roku będzie nieco wyższa od naszych dotychczasowych prognoz. Biorąc to pod uwagę zrewidowaliśmy naszą prognozę wzrostu na ten rok do 3,4% z 3,1% szacowanych poprzednio. Głównym motorem gospodarki pozostanie konsumpcja prywatna, która wzrośnie w tym roku o 4,1%. Główną przesłanką rewizji prognozy w górę jest nieznaczna poprawa w zakresie inwestycji. Już dane za ostatnie miesiące minionego roku wskazały na wyższy napływ środków unijnych i choć w styczniu i lutym nastąpiło wyhamowanie tego napływu, to w kolejnych miesiącach wzrost wykorzystania środków unijnych powinien się utrzymywać. W efekcie inwestycje powinny się odbudowywać, głównie w zakresie inwestycji sektora publicznego o charakterze infrastrukturalnym. Większa niepewnością obarczone są perspektywy inwestycji prywatnych, które w 4Q ub. roku pogłębiły spadki. To niepokojące dane, wskazujące na niewielką skłonność do inwestycji pomimo rekordowo wysokich wyników finansowych, wysokiego wykorzystania mocy wytwórczych, a także optymistycznych wskaźników koniunktury, w tym PMI i GUS. W rezultacie wzrost inwestycji w całej gospodarce może wynieść w tym roku w naszej ocenie 4,3%.
- Wg wyliczeń GUS, nie zaakceptowanych jeszcze przez Komisję Europejską, deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2016r. stanowił 2,4% PKB wobec 2,6% PKB w 2015r. Deficyt był wyraźnie niższy niż podawane wcześniej szacunki Ministerstwa Finansów, które zostały podniesione do 2,8% PKB, po tym jak okazało się, że zysk z aukcji LTE nie może być traktowany jako przychód w 2016r., lecz będzie rozłożony na najbliższe lata. Relacja deficytu do PKB była najniższa od 2007r. Pomimo niskiego poziomu deficytu oraz wzrostu gospodarczego na solidnym poziomie 2,8% nastąpił wzrost relacji długu publicznego do PKB do 54,4% z 51,1%, która zbliża się do poziomu 55,7% z 2013r., sprzed nacjonalizacji OFE, bliskiego granicy 60% PKB, która stanowi jedno z kryteriów konwergencji.
- Pierwszy kwartał w notowaniach złotego należy uznać za niezwykle pozytywny okres polskiej waluty. Kurs EUR/PLN zniżkował w tym czasie o niemal 5% lub 22 grosze ustanawiając z końcem marca najniższy od listopada 2015 roku poziom 4,2080. W pierwszym kwartale jeszcze silniejsza aprecjacja towarzyszyła złotemu w relacji do dolara. Zniżka pary USD/PLN osiągnęła ponad 30 groszy, a poziom 3,90 z końca ubiegłego miesiąca był minimum z listopada ubiegłego roku tj. daty wyborów prezydenckich w USA. W rezultacie złoty był jedną z najlepiej radzących sobie walut na świecie zarówno względem euro jak i dolara.

PRZEGLĄD GOSPODARCZY.....	2
POLITYKA PIENIĘŻNA	7
POLITYKA FISKALNA.....	8
KRAJOWY RYNEK WALUTOWY	9
KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH .	10
RYNKI ZAGRANICZNE.....	11
PRZEGLĄD DANYCH	14
DANE I PROGNOZY	15
KALENDARIUM	16

Tabela 1. Terminy posiedzeń banków centralnych

	Aktualny poziom	Data kolejnego posiedzenia	Oczekiwana decyzja
FED - Federal Funds Rate	0,75%-1,00%	2-3 maj	0,75%-1,00%
SNB - LIBOR target (przedział i cel)	-1,25 - -0,25% (-0,75%)	15 cze	-1,25 - -0,25% (-0,75%)
ECB - stopa referencyjna	0,00%	27 kwi	0,00%
NBP - stopa referencyjna	1,50%	16-17 maj	1,50%

Źródło: Narodowy Bank Polski, Swiss National Bank, Federal Reserve, European Central Bank

PRZEGLĄD GOSPODARCZY

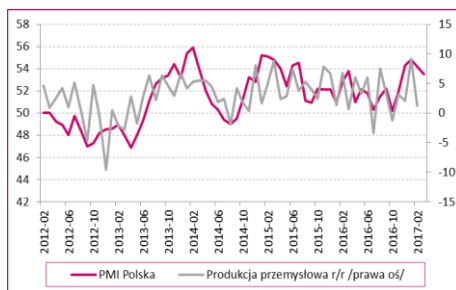
Początek tego roku przyniósł utrzymanie dobrej koniunktury gospodarczej. Dane wysokiej częstotliwości, szczególnie o produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej, a także sprzedaży detalicznej sugerują przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego w pierwszych miesiącach tego roku.

Po bardzo dobrym odczycie w styczniu, dynamika produkcji wyhamowała wyraźnie w lutym (1,2% r/r wobec 9,1% r/r w styczniu), jednak w głównej mierze był to efekt niekorzystnego efektu kalendarzowego. Zarówno dane za styczeń, jak i luty były pod silnym wpływem czynnika kalendarzowego, stąd bardziej wiarygodny obraz sytuacji daje analiza danych odsezonowanych, które wskazują na przyspieszenie dynamiki produkcji przemysłowej do 4,8% r/r z 4,3% r/r w styczniu. Wyraźnie przyspieszyła też produkcja w przeliczeniu na jeden dzień roboczy. Wpisuje się w obraz dobrej koniunktury w polskim przemyśle, szczególnie w przetwórstwie przemysłowym, gdzie produkcja po wyeliminowaniu czynników sezonowych zwiększyła się o 5,4% r/r. Dobre nastroje w przemyśle potwierdza też indeks PMI, który w samym marcu obniżył się do poziomu 53,5 pkt., choć w całym pierwszym kwartale tego roku wyniósł średnio 54,2 pkt., najwięcej od dwóch lat.

Poprawa klimatu widoczna jest także w zakresie budownictwa, co obecnie znajduje odzwierciedlenie w wyhamowaniu spadków. W lutym produkcja budowlano-montażowa spadła o 5,4% r/r wobec wzrostu o 2,1% r/r w styczniu. Niemniej również w tym przypadku źródłem dużej zmienności danych były efekty kalendarzowe. Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych spadek produkcji budowlanej wyniósł 5,0% r/r wobec spadku o 3,4% r/r w styczniu. W stosunku do lutego ub. roku spadek produkcji odnotowano we wszystkich działach budownictwa, niemniej najmniejszy (-0,8% r/r) w firmach zajmujących się wznoszeniem budynków, a najsilniejszy (-12,9% r/r) w jednostkach specjalizujących się we wznoszeniu obiektów inżynierii lądowej i wodnej. Wpisuje się to w scenariusz stopniowej odbudowy inwestycji, głównie infrastrukturalnych, współfinansowanych ze środków unijnych. Dodatkowo, postępuje poprawa koniunktury w zakresie budownictwa mieszkaniowego. Wskaźnik koniunktury w branży budowlanej jest najwyższy od 2008r.

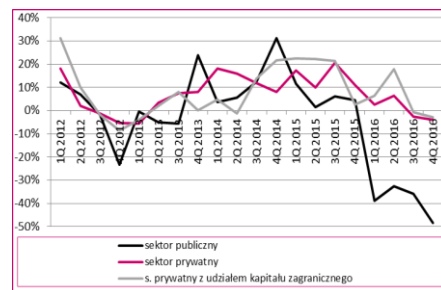
Wciąż pozytywne tendencje widoczne są w zakresie konsumpcji prywatnej. Co prawda dynamika sprzedaży detalicznej wyhamowała w lutym do 5,2% r/r w ujęciu realnym z 9,5% r/r w styczniu, jednak również w ich wypadku była ona obniżona przez negatywny efekt kalendarzowy. Wzrost sprzedaży ma szeroki zakres i obejmuje wszystkie kategorie sprzedaży detalicznej, co świadczy o fundamentalnym charakterze ich zmian. Wzrost dochodów realnych, wsparty wydatkami świadczeń socjalnych, niskie bezrobocie i poprawa nastrojów gospodarstw domowych wspierają wzrost konsumpcji, który powinien utrzymać się także w kolejnych miesiącach.

Wykres 1 Produkcja przemysłowa [% r/r] oraz indeks PMI [pkt.]



Źródło: Datastream

Wykres 2 Inwestycje w środki trwałe dużych firm [% r/r]



Źródło: Datastream

Czynniki kalendarzowe zmniejszyły tempo wzrostu produkcji przemysłowej w lutym

Słabsze wyniki budownictwa w lutym, jednak widoczne wyhamowanie negatywnych trendów

Konsumpcja prywatna pozostaje głównym filarem wzrostu gospodarki

Lepszy wynik za 4Q ubiegłego roku oraz dane za pierwsze dwa miesiące sugerują przyspieszenie wzrostu gospodarczego w tym roku

Lepszy od pierwotnych oczekiwań wynik za 4Q ubiegłego roku, a także cząstkowe dane za pierwsze miesiące sugerują, że ścieżka wzrostu gospodarczego w tym roku będzie nieco wyższa od naszych dotychczasowych prognoz. Biorąc to pod uwagę zrewidowaliśmy naszą prognozę wzrostu na ten rok do 3,4% z 3,1% szacowanych poprzednio. Głównym motorem gospodarki pozostanie konsumpcja prywatna, która wzrośnie w tym roku o 4,1%. Pierwsza połowa tego roku to okres dalszego przyspieszenia konsumpcji, natomiast w drugiej jego części dynamika konsumpcji wyhamuje na co złoży się spadek realnych dochodów rozporządzalnych, w następstwie

Lepsza perspektywa inwestycji jednym z czynników rewizji prognozy PKB w górę

Wzrost inwestycji prywatnych obciążony ryzykiem

Bilans płatniczy wykazał w styczniu rekordową nadwyżkę w kwocie 2,5 mld EUR

W kolejnych miesiącach możliwe jest pewne pogorszenie salda wymiany towarowej

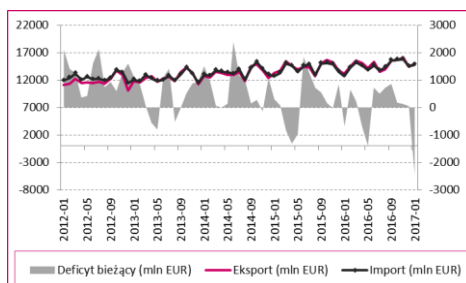
wyhamowania dynamiki dochodów ze świadczeń socjalnych (ustąpienie efektu uruchomienia programu Rodzina 500+), niższej dynamiki dochodów z działalności gospodarczej, a także wyższej od oczekiwań inflacji. Pomimo nieznacznego wyhamowania w drugiej połowie roku, konsumpcja pozostanie głównym motorem wzrostu w tym roku.

Główną przesłanką rewizji prognozy w górę jest nieznaczna poprawa w zakresie inwestycji. Już dane za ostatnie miesiące minionego roku wskazały na wyższy napływ środków unijnych i choć w styczniu i lutym nastąpiło wyhamowanie tego napływu, to w kolejnych miesiącach wzrost wykorzystania środków unijnych powinien się utrzymywać. W efekcie inwestycje powinny się odbudowywać, głównie w zakresie inwestycji sektora publicznego o charakterze infrastrukturalnym. Widoczne to było już w danych za 4Q ub. roku i w kolejnych kwartałach ten trend powinien się utrzymać. Trzeba przy tym dodać, że wyraźny wzrost widoczny jest w przypadku wartości podpisanych umów, natomiast w wolniejszym tempie przyrasta wartość wniosków o płatności. Oznacza to, iż inwestycje z podpisywanych obecnie umów będą widoczne w gospodarce z opóźnieniem kilku kwartałów.

Większa niepewnością obciążone są perspektywy inwestycji prywatnych, które w 4Q ub. roku pogłębiły spadki. Inwestycje firm prywatnych, zatrudniające co najmniej 50 osób spadły w 4Q o 3,9% r/r wobec spadku o 2,5% r/r w 3Q. Spadły też inwestycje firm zagranicznych, które do tej pory zwiększały nakłady. To niepokojące dane, wskazujące na niewielką skłonność do inwestycji pomimo rekordowo wysokich wyników finansowych, wysokiego wykorzystania mocy wytwórczych, a także optymistycznych wskaźników koniunktury, w tym PMI i GUS. Wskaźnik nowych inwestycji, opracowany przez NBP w ramach badania sektora przedsiębiorstw, wzrósł co prawda w stosunku do poprzednich kwartałów, jednak wciąż kształtuje się na umiarkowanym poziomie. Z tego samego badania wynika, że przedsiębiorstwa prywatne, w tym zagraniczne, nie zamierzają zwiększać aktywności inwestycyjnej w perspektywie kwartału lub roku. Nowe inwestycje w 2017 r. rozpocznie zaledwie co trzecie przedsiębiorstwo (o 1,3 pp. mniej w ujęciu rocznym), co jest najniższym wynikiem od czasu kryzysu 2008/2009. Jednym z głównych czynników powstrzymujących firmy przed podejmowaniem decyzji inwestycyjnych pozostaje niepewność co do perspektyw otoczenia prawnego, instytucjonalnego i podatkowego. Z badań NBP wynika, że co trzecie przedsiębiorstwo, które mimo istnienia potrzeb inwestycyjnych nie podejmie w rozpoczynającym się roku ważnych dla firmy inwestycji, wskazało niepewność jako główną przyczynę tej sytuacji. W efekcie, przy wyraźnej odbudowie inwestycji sektora publicznego, nakłady inwestycyjne firm prywatnych mogą rosnąć w umiarkowanym tempie. W rezultacie wzrost inwestycji w całej gospodarce może wynieść w tym roku w naszej ocenie 4,3%.

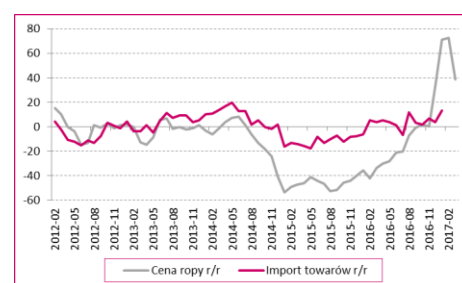
Bilans płatniczy wykazał w styczniu rekordową nadwyżkę w kwocie 2,5 mld EUR. Złożyło się na nią dodatnie saldo wymiany towarowej (225 mln EUR), jedno z najwyższych w historii saldo usług (1,236 mld EUR), rekordowe dodatnie saldo dochodów pierwotnych (795 mln EUR) oraz dodatnie saldo dochodów wtórnych (202 mln EUR).

Wykres 3 Import, eksport i deficyt bieżący [mln EUR]



Źródło: Datastream

Wykres 4 Dynamika importu towarów i cen ropy naftowej [USD, %, r/r]



Źródło: Datastream

Źródłem niespodzianki w styczniowych danych było przede wszystkim saldo dochodów pierwotnych, które w ubiegłym roku odnotowało deficyt równy 901 mln EUR. W styczniu zarejestrowany w rachunku bieżącym napływ środków z Unii Europejskiej w ramach Wspólnej Polityki Rolnej wyniósł 2,2 mld EUR, co jest główną przyczyną

W 2016r. dług zagraniczny stanowił 75,8% PKB, najwięcej w historii

Spadki stopy bezrobocia pogłębiają się

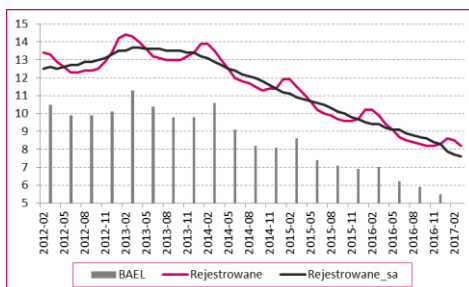
Wzrost liczby ofert pracy częściowo zaburzony przez większą emigrację z Ukrainy

niespodzianki. W styczniu zarówno eksport, jak i import rosły w dwucyfrowym tempie. Bardzo dobre wyniki za ten miesiąc były widoczne już w innych danych z gospodarki i były wspierane przez korzystny układ liczby dni roboczych. Wsparciem dla eksportu, który zwiększył się o 13,6% r/r jest poprawiająca się koniunktura u naszych głównych partnerów handlowych oraz ożywienie współpracy z krajami Europy Środkowo-Wschodniej i USA. Import rośnie dzięki solidnemu popytowi krajowemu, oraz rosnącym cenom paliw, co jest odzwierciedlone w danych GUS we wzroście importu z Rosji. Z naszych analiz wynika, że ceny ropy naftowej mają przełożenie na import po 2-3 miesiącach. W kolejnych miesiącach obecne tendencje powinny być utrzymane i możliwe jest pewne pogorszenie salda wymiany towarowej.

NBP publikując kwartalny bilans płatniczy, tradycyjnie dokonał rewizji danych historycznych. Po rewizji saldo rachunku bieżącego w relacji do PKB wyniosło w 2016r. minus 0,3% PKB wobec minus 0,5% podawanego wcześniej. Deficyt był więc bardzo niski i w całości finansowany przez napływ środków w ramach rachunku kapitałowego, który wyraźnie przyspieszył pod koniec 2016r. Łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego stanowiło w 2016r. 0,8% PKB, rachunek bieżący nie pokazuje więc żadnych zagrożeń dla stabilności gospodarki. Pewne zaniepokojenie mogą budzić jednak siostrzane dane o zadłużeniu zagranicznym. W 2016r. dług zagraniczny stanowił 75,8% PKB wobec 74% w Q3 oraz 71,6% w 2015r. Relacja długu do PKB była najwyższa w historii a jej przyrost był zapewne konsekwencją umocnienia się dolara wobec euro i złotego. W ujęciu dolarowym odnotowano nominalny spadek długu do 336 mld USD z 353 USD, a przyrost w porównaniu z poprzednim kwartałem dotyczył jedynie wartości złotowej. Fakt ten jeszcze raz pokazuje, jakim ryzykiem obarczone jest utrzymywanie wysokiego poziomu zadłużenia w walutach obcych.

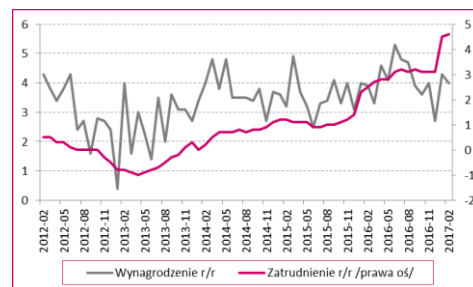
Dobra passa na polskim rynku pracy trwa. Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w lutym do 8,5% z 8,6% w styczniu i była o 1,7 pkt. proc. niższa niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Spadek stopy bezrobocia pogłębił się w marcu, kiedy według szacunków MRPiPS stopa bezrobocia wyniosła 8,2%. Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych stopa bezrobocia rejestrowanego znalazła się na nowym historycznym minimum. Skala spadku bezrobocia w marcu była podobna jak w ubiegłym roku, co jest o tyle zaskakujące, że następuje przy stopie bezrobocia na poziomie bliskim historycznym minimum. Pogłębił się spadek przepływów na rynku pracy. Liczba zarejestrowanych bezrobotnych była w lutym tego roku o 19,6% mniejsza niż przed rokiem, natomiast liczba wyrejestrowanych spadła o 10,0% r/r, z czego z tytułu podjęcia zatrudnienia o 15,2% r/r. Zniżka bezrobocia była związana nie tylko ze wzrostem popytu na pracę, co widoczne było także w obniżeniu się relacji wyrejestrowanych bezrobotnych z tytułu podjęcia pracy w wyrejestrowaniach ogółem. Towarzyszyło temu obniżenie się dynamiki zgłoszonych ofert pracy, których wzrost wyhamował w lutym do 5,7% r/r z 41,0% w styczniu. Sytuacja w tym zakresie poprawiła się w marcu, kiedy liczba ofert pracy wzrosła o 19,2% r/r. Może to odzwierciedlać, że częściowo za spadek stopy bezrobocia rejestrowanego odpowiada wzrost liczby nieaktywnych zawodowo.

Wykres 5 Stopa bezrobocia rejestrowanego i BAEL [%]



Źródło: Datastream

Wykres 6 Dynamika płac i zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw [% r/r]



Źródło: Datastream

Warto przy tym zwrócić uwagę, iż według badań NBP wzrost zgłoszonych do urzędów ofert pracy wiąże się nie tylko z czynnikami koniunkturalnymi, ale także wzrostem zainteresowania pracodawców krótkoterminowym zatrudnianiem obcokrajowców, głównie z Ukrainy, w ramach systemu oświadczeń. Wynika to z faktu, że pracy zatrudnienie obywatela Armenii, Białorusi, Gruzji, Mołdawii, Rosji lub Ukrainy na okres

**Wzrost zatrudnienia utrzymuje się.
Inflacja ogranicza realny wzrost płac**

**Presja płacowa pozostaje
umiarkowana, jednak spodziewany
jej stopniowy wzrost**

**W styczniu i lutym, ceny paliw oraz
żywności odpowiadały za szybkie
przyśpieszenie inflacji**

**Dynamika procesów inflacyjnych
osłabnie w kolejnych miesiącach, na
co wskazują wstępne dane za marzec**

do 6 miesięcy w ciągu kolejnych 12 miesięcy musi zostać poprzedzone zamieszczeniem w urzędzie pracy na co najmniej 10 dni zamkniętej oferty pracy.

Pozytywny obraz rynku pracy potwierdzają też dane z sektora przedsiębiorstw, gdzie liczba zatrudnionych w lutym tego roku była o 4,6% wyższa niż przed rokiem. W samym lutym wzrost zatrudnienia wyniósł 16,5 tys. i był to najlepszy wynik dla lutego od 2008r. Poza czynnikami cyklicznymi dane o zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw pozostają pod wpływem zmian regulacyjnych. W lutym zapewne w mniejszym stopniu, jednak wciąż widoczne mogą być skutki wprowadzenia minimalnej stawki godzinowej, które zachęca osoby zatrudnione na umowach cywilnoprawnych do przechodzenia na etaty. Nie zmienia to jednak faktu, że przedsiębiorcy zgłaszają popyt na pracowników, co widoczne jest także w badaniach koniunktury gospodarczej. W rezultacie trend spadkowy bezrobocia będzie kontynuowany i na koniec tego roku w naszej ocenie stopa bezrobocia rejestrowanego wyniesie 7,7%.

Presja płacowa w sektorze przedsiębiorstw pozostaje umiarkowana. Dynamika średniej płacy wyhamowała do 4,0% r/r w ujęciu nominalnym z 4,3% r/r w styczniu. Ze względu na przyspieszenie inflacji, w ujęciu realnym wzrost płac wyhamował do 1,8% r/r, poziomu najniższego od sierpnia 2013r. Nie zmienia to jednak faktu, że rynek pracy pozostaje wsparciem dla konsumpcji prywatnej. Fundusz płac, będący złożeniem dynamiki płac i zatrudnienia, wzrósł w ujęciu realnym o 6,5% r/r wobec 7,1% r/r w styczniu. W kolejnych miesiącach oczekujemy stopniowego wzrostu presji płacowej, na co wskazują sami przedsiębiorcy. Według badań NBP podwyżki płac w 1Q planuje 26,7% przedsiębiorstw i odsetek ten kształtuje się powyżej długookresowej średniej. Podwyżki płac będą stosunkowo powszechne i obejmą wszystkie sekcje, choć najczęściej w przemyśle przetwórczym oraz w transporcie. Skala podwyżek płac pozostaje jednak umiarkowana.

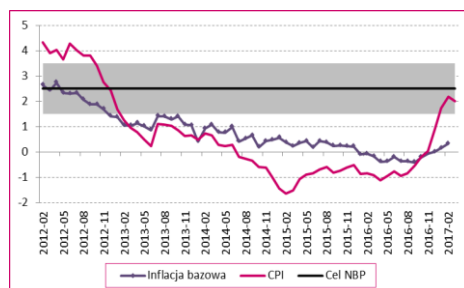
Na początku roku, czynniki bazowe i wzrosty cen na rynkach surowców doprowadziły do szybkiego przyspieszenia inflacji, zarówno po stronie producentów jak i konsumentów. Inflacja CPI, która pojawiła się w listopadzie po 28 miesiącach deflacji, przyspieszyła znacząco i w lutym wyniosła już 2,2% r/r, niewiele mniej niż cel NBP ustalony na poziomie 2,5%. W styczniu i lutym, ceny paliw oraz żywności odpowiadały za szybkie przyśpieszenie inflacji. Ceny paliw były w lutym o 21,2% wyższe niż przed rokiem, co było odzwierciedleniem 76,5-procentowego wzrostu wyrażonych w złotych cen ropy naftowej. Ceny żywności i napojów bezalkoholowych wzrosły w lutym o 3,9% r/r, z czego ceny warzyw były o 8,7% wyższe niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. Solidny wzrost cen warzyw jest konsekwencją trudnych warunków pogodowych w basenie Morza Śródziemnego, gdzie atak zimy zniszczył uprawy i zaburzył ciągłość dostaw, doprowadzając do dwucyfrowego wzrostu cen warzyw importowanych tj. cukinie, brokuły i kalafiora. Jednocześnie mamy do czynienia z utrzymywaniem się bardzo niskiej, chociaż rosnącej inflacji bazowej. Wskaźnik po wyłączeniu cen żywności i energii wyniósł w lutym 0,3% r/r wobec 0,2% r/r w styczniu.

Wydaje się, że dynamika procesów inflacyjnych osłabnie w kolejnych miesiącach, na co wskazują już wstępne dane za marzec. Wg szacunku flash inflacja spowolniła do 2,0% r/r. Nie są znane jeszcze szczegóły koszyka, jednak w kierunku spadku inflacji działały z pewnością ceny paliw (których roczna dynamika prawdopodobnie wyhamowała do ok. 19% r/r) oraz prawdopodobnie ceny warzyw, które odwróciły swoje wcześniejsze wzrosty. Podobny zwrot inflacji został w marcu zaobserwowany w krajach zachodniej Europy. W strefie euro inflacja HICP spadła w marcu do 1,5% r/r z 2,0% r/r, ceny żywności nieprzetworzonej wyhamowały do 3,0% r/r z 5,3% r/r, podczas gdy ceny energii wzrosły o 7,3% r/r wobec 9,3% r/r w styczniu. Po danych za marzec podtrzymujemy nasz scenariusz, który zakłada, że inflacja CPI nie osiągnie w 2017r. celu inflacyjnego, a średnio w roku wyniesie 2,0%. W kolejnych miesiącach ceny ropy naftowej nie będą już podnosiły inflacji. Ich dynamika w marcu wyniosła 44% r/r, w kolejnych miesiącach (przy założeniu ceny baryłki ropy naftowej na poziomie 55 USD) dynamika ta będzie się systematycznie obniżać. W miarę postępowania wzrostu gospodarczego i poprawy sytuacji na rynku pracy spodziewamy się natomiast stopniowego przyśpieszenia inflacji bazowej.

Makro i rynek

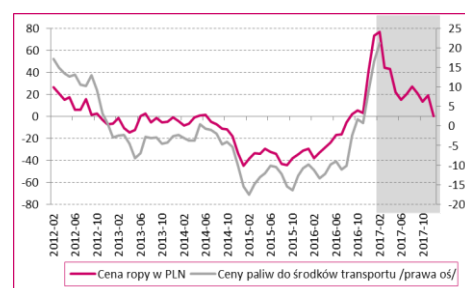
raport miesięczny

Wykres 7 Inflacja CPI i bazowa oraz cel inflacyjny [% r/r]



Źródło: Datastream

Wykres 8 Ceny ropy Brent w PLN i ceny paliw do środków transportu [% r/r]



Źródło: Datastream, prognoza Millennium

Wskaźnik PPI utrzymuje się na podwyższonym poziomie za sprawą solidnych wzrostów cen w górnictwie

Wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu, chociaż jest dodatni tylko od połowy roku, w lutym wyniósł 4,4% r/r wobec 4,0% r/r w styczniu. Wskaźnik PPI utrzymuje się na podwyższonym poziomie za sprawą solidnych wzrostów cen w górnictwie (w lutym o 30% r/r) oraz mniejszych, w przetwórstwie przemysłowym (w lutym o 3,7% r/r). Jest to konsekwencją wysokich cen surowców na rynkach światowych. Z marcowego badania PMI wynika, że w związku z dalszym wzrostem kosztów zakupów, polskie firmy z sektora przemysłowego podniosły ceny wyrobów gotowych. Pomimo niewielkiego spowolnienia od lutego, tempo inflacji było drugim najszybszym tempem zarejestrowanym w ciągu sześciu lat. Wpisuje się to w naszą prognozę zakładającą przyspieszenie inflacji PPI do 4,6% r/r w marcu.

Stopy procentowe wciąż bez zmian

Tabela 2. Wypowiedzi członków RPP w kwestii ujemnych realnych stóp procentowych

Adam Glapiński	„(...) stopy są ujemne. Osobiście nie widzę w tym żadnego zagrożenia, ale w literaturze są różne na ten temat zdania.” (05.04.2017)
Grażyna Ancyparowicz	„Na razie nie ma ono (zjawisko ujemnych realnych stóp procentowych) negatywnego wpływu ani na stan depozytów sektora niefinansowego, ani na akcję kredytową, ale więcej na ten temat można będzie powiedzieć w miarę napływu danych. Jeśli nie zajdą nadzwyczajne okoliczności, o ewentualnej zmianie nastawienia polityki pieniężnej można myśleć nie wcześniej niż po lipcowej projekcji inflacji i PKB.” (14.03.2017)
Eugeniusz Gatnar	„Trudno jest tolerować ujemne realne stopy procentowe w Polsce.” (22.03.2017)
Łukasz Hardt	„Jeśli prawdopodobieństwo tego, że ujemne realne stopy procentowe będą do końca 2019 r. i to prawdopodobieństwo będzie rosło, to ja osobiście ze wzmogłą uwagą będę przyglądał się tej sytuacji.” (08.03.2017)
Jerzy Kropiwnicki	„W ciągu kolejnych dwunastu miesięcy można się spodziewać, że będą się utrzymywać ujemne realne stopy procentowe. Na razie jeszcze nie można zaobserwować ich negatywnego przełożenia na gospodarkę realną, ale obawiam się, że może ono wystąpić pod koniec tego roku” (20.03.2017)
Eryk Łon	„Nie obserwuję obecnie negatywnych skutków utrzymywania w Polsce ujemnych realnych stóp procentowych.” (16.03.2017)
Jerzy Osiatyński	b.d
Rafał Sura	„Ujemne realne stopy procentowe są w Polsce zjawiskiem nowym. Wobec tego nie mamy takiego materiału historycznego, który mógłby nam służyć do wyciągania wniosków na zasadzie zerojedynkowej(...) W Europie mamy wiele krajów, gdzie obserwujemy ujemne realne stopy procentowe i skutków negatywnych dla tamtych gospodarek też nie da się w sposób precyzyjny wskazać. Należy tę sytuację analizować.” (05.04.2017).
Kamil Zubelewicz	„(po lipcowej projekcji) prawdopodobnie dowiemy się, czy jesteśmy blisko końca okresu ujemnych realnych stóp procentowych, czy też może się on wydłużyć. Te informacje mogą być kluczowe przy podejmowaniu przyszłych decyzji o stopach procentowych.” (16.02.2017)
Jerzy Żyżyński	„Ujemne realne stopy proc.) nie mają znaczenia-wszędzie są takie.” (07.04.2017)

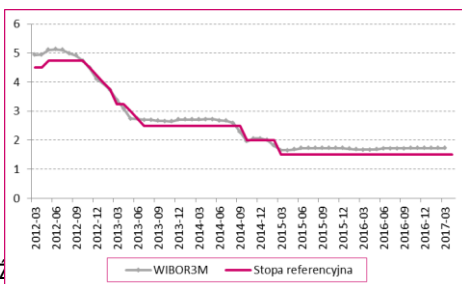
Źródło: PAP

POLITYKA PIENIĘŻNA

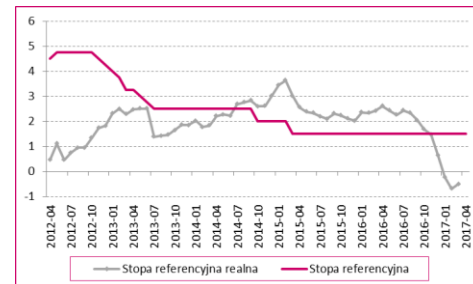
Podczas kwietniowego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej, stopy procentowe, zgodnie z oczekiwaniami, pozostawiono na niezmiennym poziomie, z referencyjną równą 1,50%. Wymowa komunikatu nie odbiegała od poprzednich, co oznacza, że wzrost inflacji na początku roku nie jest dla Rady problemem, a oczekiwane przyspieszenie wzrostu do 3,7% nie przetoży się w jej ocenie na wzmogłą presję inflacyjną.

Po wzroście na początku roku inflacja obniżyła się w marcu, a w kolejnych miesiącach ustabilizuje się na umiarkowanym poziomie. Prezes Glapiński doprecyzował, że inflacja prawdopodobnie spadnie jeszcze o 0,2 pkt. proc., a w 2018r. ustabilizuje się na średnim poziomie 2,0%. Jednocześnie w ocenie Rady inflacja bazowa jest nadal niska (przed miesiącem oceniana była jako bliska zera), co wskazuje na utrzymującą się słabą presję popytową (w marcu presja była niska). Jak widać zmiana słownictwa w porównaniu z marcem nie ma wpływu na wymowę komunikatu. W ocenie Rady ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego (2,5%) jest nadal niewielkie.

Wykres 9 Stopa referencyjna i stawka WIBOR3M [%]



Wykres 10 Stopa referencyjna realna i nominalna [%]



Źródło: Datastream, obliczenia własne

Tak jak wspominaliśmy, komunikat po posiedzeniu w marcu nie różnił się od poprzedniego, a jego wymowa jest wsparciem dla oczekiwań zakładających stabilizację stóp w 2017r., a może też w 2018r. Glapiński przyznał, że prawdopodobnie również w przyszłym roku nie będzie widział przesłanek do podwyżki stóp, jednak może zostać przegłosowany. Rada nadal nie wydaje się zaniepokojona perspektywą ujemnych realnych stóp procentowych, chociaż w naszej ocenie kwestia ta może znaleźć się w centrum uwagi władz monetarnych w drugiej połowie roku w miarę wzrostu prawdopodobieństwa wydłużenia okresu ujemnych realnych stóp procentowych. Analiza wypowiedzi członków Rady Polityki Pieniężnej (por. Tabela 2) pokazuje, że obecnie, ujemne realne stopy procentowe są problemem dla Eugeniusza Gatnara, który byłby skłonny podnieść stopy procentowe jeszcze w tym roku. Na lipcowy termin możliwej oceny skutków ich występowania wskazują natomiast: Kamil Zubelewicz, Grażyna Ancyparowicz oraz Łukasz Hardt. Jerzy Kropiwnicki obawia się wystąpienia niekorzystnych skutków ujemnych realnych stóp pod koniec roku. Nie jest to nadal większość, która mogłaby wygrać głosowanie, jednak pojawienie się takich spekulacji może mieć wpływ na kształtowanie się stóp rynkowych. Nasza prognoza zakładająca podwyżkę stóp w połowie 2018r. pozostaje niezmienną.

Pierwsza w historii nadwyżka budżetowa w lutym

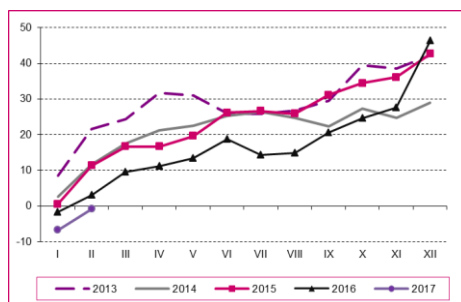
W lutym kontynuowane były pozytywne tendencje w zakresie wpływów z podatku VAT

POLITYKA FISKALNA

Wg szacunkowych danych MinFin, budżet państwa wykazał po lutym nadwyżkę w kwocie 0,9 mld PLN i był to pierwszy raz (co najmniej od 1995r.) kiedy budżet nie wykazał deficytu po dwóch miesiącach roku. Po tym jak w styczniu budżet wykazał rekordową nadwyżkę 6,7 mld PLN, w samym lutym odnotowano deficyt 5,9 mld PLN o 1 mld wyższy niż w analogicznym okresie ubiegłego roku.

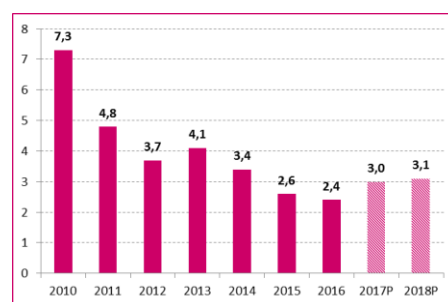
W lutym kontynuowane były pozytywne tendencje w zakresie wpływów z podatku VAT. W ciągu miesiąca były one o 80,1% wyższe niż przed rokiem, po wzroście o 25,3% r/r w styczniu. Dobre wykonanie VAT na początku roku jest konsekwencją przyśpieszenia zwrotów pod koniec ubiegłego roku. Z danych MinFin wynika, że w grudniu 2016r. zwroty VAT wynosiły 13,3 mld PLN wobec 8,3 mld PLN w analogicznym okresie 2015r., przyśpieszone zwroty mogły więc podnieść grudniowy deficyt (i obniżyć go w kolejnych miesiącach) o ok. 5 mld PLN. Innym czynnikiem, który zaburza wykonanie VAT na początku 2017r. jest likwidacja z dniem 1 stycznia kwartalnego systemu rozliczania podatku od towarów i usług, co sprawia, że dopiero po zakończeniu kwartału będziemy w stanie prawidłowo ocenić dynamikę wpływów budżetowych. Skumulowane wpływy z VAT za ostatnie 12 miesięcy wyglądają jednak bardzo dobrze i po lutym były o 3,9% wyższe niż po styczniu oraz o 3,5% przekraczają wartość z listopada. Po dwóch miesiącach roku dochody budżetowe były o 8,5% wyższe niż przed rokiem, a wzrosty odnotowano w przypadku wszystkich podatków. Wydatki budżetu wzrosły o 1,4% r/r. Sytuacja budżetu na początku roku jest więc bardzo dobra, a kasowe wykonanie budżetu państwa będzie w tym roku w naszej ocenie znacznie niższe niż założona w ustawie rekordowa kwota 59,3 mld PLN. Jednym z czynników, który wyraźnie obniży deficyt jest rekordowa wpłata z zysku NBP która wyniesie 8,7 mld PLN, wobec 0,6 mld PLN założonych w ustawie budżetowej. Warto jednak przypomnieć, że zysk NBP nie ma wpływu na wynik sektora wg ESA2010, podobnie jak przesunięcia deficytu pomiędzy styczniem i grudniem. Podtrzymujemy nasz szacunek, że w bieżącym roku deficyt sektora *general government* może zbliżyć się do 3,0% PKB. Będzie na to miało wpływ m.in. pogorszenie salda samorządów, które prawdopodobnie wznowią aktywność inwestycyjną.

Wykres 11 Wykonanie deficytu budżetu centralnego [mld PLN]



Źródło: MinFin

Wykres 12 Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych [% PKB]



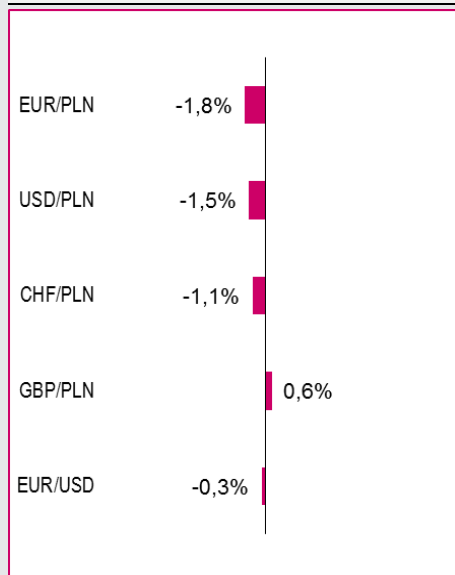
Źródło: MinFin, obliczenia własne

Deficyt *general government* najniższy od 2007r.

Wg wycień GUS, nie zaakceptowanych jeszcze przez Komisję Europejską, deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2016r. stanowił 2,4% PKB wobec 2,6% PKB w 2015r. Deficyt był wyraźnie niższy niż podawane wcześniej szacunki Ministerstwa Finansów, które zostały podniesione do 2,8% PKB, po tym jak okazało się, że zysk z aukcji LTE nie może być traktowany jako przychód w 2016r., lecz będzie rozłożony na najbliższe lata. Relacja deficytu do PKB była najniższa od 2007r., na co niewątpliwie wpłynęła wysoka nadwyżka jednostek samorządu terytorialnego w związku z redukcją inwestycji. Pomimo niskiego poziomu deficytu oraz wzrostu gospodarczego na solidnym poziomie 2,8% nastąpił wzrost relacji długu publicznego do PKB do 54,4% z 51,1%, która zbliża się do poziomu 55,7% z 2013r., sprzed nacjonalizacji OFE, bliskiego granicy 60% PKB, która stanowi jedno z kryteriów konwergencji.

KRAJOWY RYNEK WALUTOWY

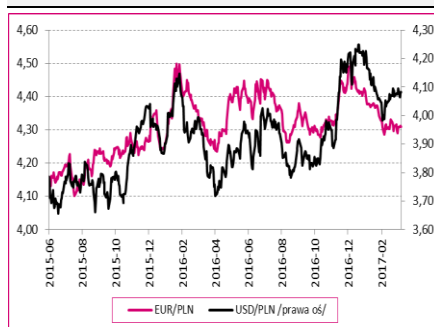
Wykres 13 Kursy walutowe [zmiana miesięczna, %]



Źródło: Reuters

Pierwszy kwartał w notowaniach złotego należy uznać za niezwykle pozytywny okres. Kurs EUR/PLN zniżkował w tym czasie o niemal 5% lub 22 grosze ustanawiając z końcem marca najniższy od listopada 2015 roku poziom 4,2080. W pierwszym kwartale jeszcze silniej złoty aprecjonował w relacji do dolara. Zniżka pary USD/PLN wyniosła ponad 30 groszy, a poziom 3,90 z końca ubiegłego miesiąca był minimum z listopada ubiegłego roku tj. daty wyborów prezydenckich w USA. W rezultacie złoty był jedną z najlepiej radzących sobie walut na świecie zarówno względem euro jak i dolara. W marcu - podobnie jak i w całym minionym kwartale - aprecjacja złotego była wynikiem nasilonego napływu kapitału na rynki emerging markets. Polska waluta wykorzystywała rynkowy optymizm związany z coraz lepszymi danymi z kraju i ze świata, które skutkowały dynamicznym napływem kapitału na rynki wschodzące.

Wykres 14 Notowania kursu EUR/PLN i USD/PLN



Źródło: Reuters

Wykres 15 Najlepiej i najgorzej radzące sobie waluty względem EUR w Q1 [%]



Źródło: Bloomberg

Mimo, iż nasz scenariusz na 2017 rok zakłada umocnienie złotego, to obecnie oczekujemy czasowego odreagowania

Mimo, iż nasz scenariusz na 2017 rok zakłada umocnienie złotego, to obecnie - po tym jak kurs EUR/PLN dotarł do poziomu 4,2080 - oczekujemy czasowego odreagowania. W naszej ocenie bieżąca siła złotego wiąże się ze zdyskontowaniem zbyt dużej ilości pozytywnych informacji. Rynek mniej niż poprzednich miesiącach obawia się rozlewu fali populizmu w Europie, czy podjęcia protekcjonistycznych działań przez administrację D.Trumpa. Obecnie sondaże wskazują na niewielkie prawdopodobieństwo, iż prezydentem Francji zostanie M.Le Pen - eurosceptyczna kandydatka skrajnej prawicy - postrzegana przez inwestorów jako zagrożenie dla apetytu na ryzyko. Stabnie także poparcie dla forsowania kontrowersyjnych rozwiązań przez D.Trumpa, czego dobrym przykładem jest fiasco w głosowaniu nad zastąpieniem programu Obamacare nowym systemem ubezpieczeń zdrowotnych, co było jednym z filarów programu nowego prezydenta USA. Z tych powodów bilans szans i zagrożeń dla polskiej waluty w krótkim terminie uznajemy zatem za asymetryczny z przewagą czynników, które mogą w nadchodzących tygodniach sprzyjać przecenieniu złotego. W szczególności, iż proces normalizacji polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych prawdopodobnie wkrótce wejdzie w nową fazę tj. zmniejszania bilansu Fed.

W średnim terminie natomiast oczekujemy umiarkowanego umocnienia złotego

Niewykluczone, iż czynnikiem, który może nieco zmniejszyć zainteresowanie polską walutą oraz pozostałymi walutami tej części Europy będzie kwietniowa rezygnacja banku centralnego Czech, z obrony minimalnego poziomu wymiany EUR/CZK ustanowionego w 2013 roku na poziomie 27,0. Przykład franka szwajcarskiego pokazuje, że oznaczałoby to zwiększone zainteresowanie czeską koroną, choć należy pamiętać o specyfice czeskiego rynku walutowego tj. o niewielkich rozmiarach rynku fx. Niewykluczone jednak, że waluta Czech zastąpi złotego jako proxy ryzyka w Europie. W średnim terminie natomiast podtrzymujemy nasz scenariusz z poprzednich raportów, gdy zakładaliśmy umiarkowane umocnienie złotego w 2017 roku. Źródłem aprecjacji polskiej waluty niezmiennie będą poprawiające się fundamenty polskiej, ale i globalnej gospodarki, które sprzyjają napływowi kapitału do bardziej ryzykownych aktywów, w tym złotego. Kolejnym źródłem aprecjacji - obok dobrych danych i oczekiwanego przyspieszenia inwestycji w kraju - będzie łagodna polityka pieniężna w strefie euro. Nie oczekujemy, aby Europejski Bank Centralny miał w szybkim tempie wygaszać obowiązujący co najmniej do końca tego roku program skupu aktywów.

Dochodowość 10-latki obniżyła się w ubiegłym miesiącu o 23 bps do poziomu 3,50% tj. tegorocznego minimum

Tabela 3. Kalendarz oraz wyniki przetargów SPW w roku 2016 i 2017

IV2016			IV 2017	
Data przetargu	Rodzaj papieru	Sprzedaż mld zł	Rodzaj papieru	Podaż mld zł
07.04.16	OK108/DS0726	6,07		
21.04.16	WZ0120/PS0721/WZ0126	8,25		
06.04.17			OK0419/PS0422/WZ1122/WZ0126/DS0727	5,0
25.04.17			OK0419/PS0422/WZ1122/WZ0126/DS0727 możliwe obligacje WS lub IZ	5,0 - 10,0

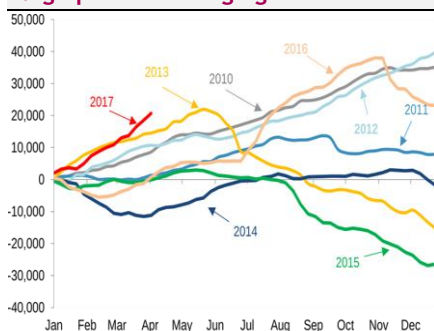
Źródło: MinFin

Uważamy, iż dochodowość SPW wzduż całej krzywej dysponuje ograniczonym potencjałem do zniżki

KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

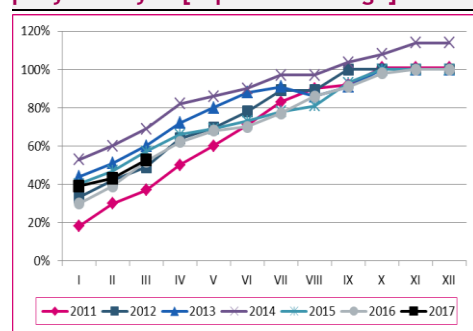
Marzec był drugim z rzędu miesiącem dynamicznego spadku rentowności krajowego długu wzduż całej krzywej. Dochodowość 10-latki obniżyła się w ubiegłym miesiącu o 23 bps osiągając poziom 3,50% tj. tegoroczne minimum. O tyle samo, lecz do 2,91% zmalała rentowność 5-letniego tenoru. Tradycyjnie mniej wahlliwe, w związku z brakiem oczekiwań na zmiany stóp procentowych w nadchodzących kwartałach, były notowania krótkiego końca krzywej, choć i tu zniżkę o 20 bps do 2,00% należy uznać za imponującą. Co ciekawe trend spadku dochodowości postępował mimo, iż w pierwszej połowie ubiegłego miesiąca notowania obligacji na rynkach bazowych poruszały się w przeciwnym kierunku. W rezultacie spread polskiej 10-latki do niemieckiego odpowiednika zawężił się do poziomu 310 bps tj. minimum z przed listopadowych wyborów prezydenckich w USA.

Wykres 16 Napływ kapitału na rynek długu państw emerging markets



Źródło: Morgan Stanley

Wykres 17 Realizacja potrzeb pożyczkowych [% planu rocznego]



Źródło: MinFin, opracowanie własne

Dynamiczna zniżka dochodowości SPW to przede wszystkim zasługa zwiększonego napływu kapitału zagranicznego na rynki obligacji państw emerging markets. Mimo, iż dane dotyczące struktury portfeli w marcu zostaną opublikowane pod koniec kwietnia, to przedstawiciele Ministerstwa Finansów poinformowali, że w ubiegłym miesiącu obserwowany był zwiększony napływ inwestorów zagranicznych. W tym miejscu warto odnieść się również do danych za luty, z których wynika, iż banki komercyjne zwiększyły portfel SPW aż o 11,5 mld PLN, co było trzecim najwyższym miesięcznym przyrostem od momentu wprowadzenia podatku bankowego. W marcu dodatkowym wsparciem dla zniżki 2-latki było posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Mimo, iż stopy procentowe ani retoryka komunikatu nie uległy zmianie, to prezes NBP nie wykluczył możliwości stabilizacji kosztu pieniądza także w 2018 roku tj. w dłuższym horyzoncie aniżeli konsensus rynkowy.

Biorąc pod uwagę kierunek polityki pieniężnej w kraju i na świecie, a także perspektywy potrzeb pożyczkowych w kolejnych latach uważamy, iż dochodowość SPW wzduż całej krzywej dysponuje ograniczonym potencjałem do dalszej zniżki. Z tego powodu spodziewalibyśmy się odreagowania 2,5-miesięcznego trendu spadku rentowności. Źródłem rynkowej nerwowości - odzwierciedlającej się zwyżką dochodowości SPW - może ponownie okazać się ryzyko polityczne związane z wyborami we Francji (kwiecień/maj) i Niemczech (wrzesień), czy proces normalizacji polityki pieniężnej w USA w kontekście ograniczania bilansu Fed. Co więcej finansowanie potrzeb pożyczkowych, które decyzją Ministerstwa Finansów jest ograniczane, nie jest już tak imponujące jak na początku roku. Po pierwszym kwartale wynosi ok. 53% co jest drugim najniższym wynikiem od 2012 roku. O ile - także w obliczu wpływów jednorazowych poprawiających sytuację budżetową, w tym potwierdzonego na kwotę 9 mld PLN zysku NBP - nie należy się martwić o tegoroczne finansowanie potrzeb, to o stan prefinansowania na rok kolejny - zwyczajowo wynoszące nieco poniżej 40% - można mieć obawy. Spośród wydarzeń krajowych kwiecień to miesiąc wykupu obligacji PS0417. Jak wynika z lutowych danych MinFin obligacje te w niemal 50% objęte są przez banki komercyjne, co nie powinno rodzić obaw o brak reinwestycji otrzymanych z wykupu środków. Być może pozytywnym, choć w ograniczonej skali, impulsem dla wyceny SPW będzie kwietniowa decyzja agencji Standard and Poor's. Jak dotąd - spośród trzech największych agencji - S&P najsurowiej ocenia wiarygodność kredytową Polski. Być może jednak pod wpływem poprawiających się perspektyw gospodarczych

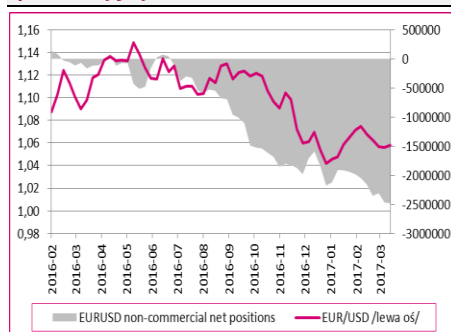
zdecyduje się na kolejny po grudniu ubiegłego roku, gdy podniosła do stabilnej perspektywy ratingu, krok w stronę lepszego postrzegania oceny wiarygodności kredytowej Polski. W dłuższym terminie podtrzymujemy naszą ocenę z poprzednich miesięcy, iż na koniec 2017 roku rentowność 10-latki wzrośnie w okolice tegorocznego maksimum tj. poziomu 4,00%, gdzie za sprawą inwestorów zagranicznych wyraźnie rośnie aktywność zakupowa.

RYNKI ZAGRANICZNE

W marcu notowania eurodolara przejściowo wyższy do poziomu 1,09 tj. 4-miesięcznego maksimum

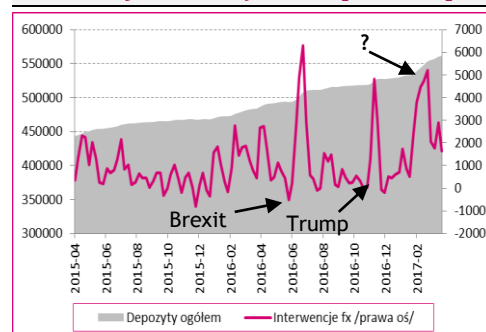
Przez zdecydowaną większość marca notowania eurodolara wyższy, osiągając przejściowo poziom 1,09 tj. 4-miesięczne maksimum. Źródłem wzrostu kursu EUR/USD była wymowa posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego w marcu. Dość niespodziewanie bowiem z komunikatu wykreślone zostało sformułowanie, iż Rada Prezesów ECB będzie reagować z użyciem wszystkich instrumentów, jakie ma do dyspozycji w ramach swojego mandatu, jeśli okaże się to niezbędne. Jednocześnie bank podwyższył prognozy inflacji i PKB. Kolejnym argumentem za wzrostem pary EUR/USD był wynik posiedzenia Rezerwy Federalnej. Mimo, iż rynek stopy procentowej wskazywał niemal trzy podwyżki stóp procentowych w tym roku - czyli jak potwierdził wykres dot-plot scenariusz zbieżny z konsensem Fed - to część inwestorów pozycjonowała się pod bardziej agresywną skalę zacieśniania polityki pieniężnej w tym roku w USA. To właśnie rozczarowanie tej grupy inwestorów obok wyników wyborów parlamentarnych w Holandii wskazujących na większe niż sądzono poparcie dla euroentuzjastów stanowiło o dynamicznym wzroście notowań eurodolara przez większość ubiegłego miesiąca. Marcowa zwykła notowań byłaby bardziej okazała, gdyby nie ostatnie cztery dni ubiegłego miesiąca. Wtedy to dolar silnie zyskał na wartości odrabiając większość ruchu trwającego przez cztery pierwsze tygodnie marca. W rezultacie eurodolar zakończył miniony miesiąc na poziomie 1,0650.

Wykres 18 Liczba otwartych pozycji spekulacyjnych oraz kurs EUR/USD



Źródło: CFTC, Macrobond

Wykres 19 Wysokość cotygodniowych interwencji walutowych SNB [mln CHF]



Źródło: SNB, Macrobond

W naszej ocenie dolar wciąż ma podstawy do aprecjacji względem euro oraz pozostałych walut

W naszej ocenie dolar wciąż ma podstawy do powrotu na ścieżkę aprecjacji względem euro oraz pozostałych głównych walut. Uważamy, iż kwestia rozbieżnych perspektyw polityki pieniężnej pomiędzy Stanami Zjednoczonymi, a strefą euro jest głównym, choć nie jedynym argumentem, który powinien premiować aprecjację dolara. Tym bardziej, iż ostatnie wypowiedzi prezesa M. Draghiego potwierdzają, że rynek mylnie interpretował marcowy komunikat EBC, co było jednym z argumentów wzrostu wartości euro w minionych tygodniach. Prezes EBC stwierdził, że przed wprowadzeniem zmian do instrumentów banku (stopy procentowe, QE, forward guidance) potrzebne będzie mocniejsze przekonanie, że inflacja zbliży się do celu w średnim terminie i pozostanie tam nawet przy mniej sprzyjającym otoczeniu monetarnym. Według M. Draghiego zmiana obecnej oceny polityki monetarnej nie znajduje uzasadnienia, co odbieramy jako zapowiedź utrzymania jej parametrów bez zmian w najbliższej przyszłości. W przypadku amerykańskiej Rezerwy Federalnej natomiast scenariusz co najmniej trzech podwyżek stóp procentowych w tym roku pozostaje aktualny. Co więcej w marcu - dość nieoczekiwanie - większość członków Fed powiedziała się za rozpoczęciem redukcji sumy bilansowej w dalszej części roku. Obecnie Fed reinwestuje środki z zapadających aktywów. Poza wpływem polityki pieniężnej największym banków centralnych czynnikiem utrzymania mocnej pozycji dolara mogą okazać się epizody wzrostu awersji do ryzyka związane z wyborami we Francji - negatywny, choć prawdopodobnie krótkotrwały impuls do spadku wartości

euro tuż przed głosowaniami w I i II turze - czy eskalacją konfliktu w Syrii, po tym jak Stany Zjednoczone zbombardowały tamtejszą bazę wojskową. Z tych powodów w naszej ocenie możliwy jest ponowny spadek notowań eurodolara do tegorocznego minimum tj. poziomu 1,0339. Czynniki, które powinny chronić notowania eurodolara przed głębszym spadkiem będzie przedłużający się brak szczegółów planu gospodarczego prezydenta USA oraz ewentualne słowne interwencje przedstawicieli administracji nowego prezydenta, w tym kolejne wypowiedzi o przewartościowaniu amerykańskiej waluty.

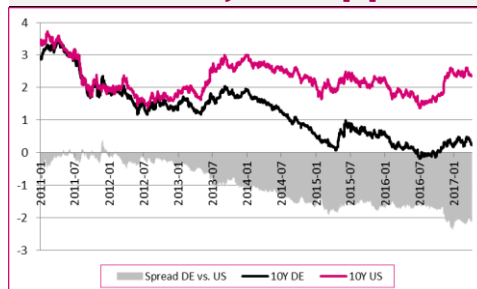
Redukcja sumy bilansowej Fed

Jak wynika z opisu marcowego posiedzenia Rezerwy Federalnej w ubiegłym miesiącu większość członków Fed opowiedziała się za rozpoczęciem redukcji sumy bilansowej w dalszej części roku robiąc kolejny, po podwyżkach stóp procentowych, krok w kierunku normalizacji polityki monetarnej. Przypomnijmy, iż bilans Fed wzrósł od 2008 roku tj. od wybuchu kryzysu finansowego, ponad 4-krotnie i obecnie wynosi niemal 4,5 bln USD. Jest to następstwo niestandardowej polityki pieniężnej, jaką Rezerwa Federalna zdecydowała się użyć, by przeciwdziałać konsekwencjom kryzysu. W ramach trzech rund programu luzowania ilościowego (*quantitative easing*) Rezerwa Federalna nabyła amerykańskie papiery skarbowe i gwarantowane przez państwo papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką MBS (*mortgage-backed securities*) na kwotę 4,5 bln USD (z czego 2,5 bln USD to UST a 1,8 bln USD to MBS). Obecnie Fed reinwestuje środki z zapadających aktywów z powrotem w sumę bilansową, utrzymując ją na wspomnianym poziomie 4,5 bln USD.

Na marcowym posiedzeniu bankierzy centralni dyskutowali o tym, czy odejście od polityki reinwestowania środków ma mieć stopniowy, czy jednorazowy charakter. W ocenie Fed, rozłożone w czasie zmniejszanie skali reinwestycji niostoby ze sobą mniejsze prawdopodobieństwo wystąpienia zaburzeń na rynku, lecz byłoby trudniejsze z punktu widzenia komunikacji z inwestorami. Niemal wszyscy uczestnicy posiedzenia zgodzili się co do tego, że intencje i plany Fed względem polityki reinwestycyjnej powinny być komunikowane rynkowi z dużym wyprzedzeniem. Na marcowym posiedzeniu nie podjęto żadnych wiążących decyzji w kwestii sumy bilansowej, a dyskusja na ten temat będzie toczyć się na kolejnych spotkaniach FOMC.

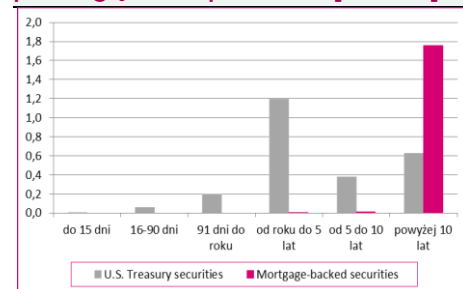
W naszej ocenie prawdopodobnym pierwszym krokiem w kierunku redukcji sumy bilansowej będzie podejście pasywne tj. zaprzestanie reinwestowania środków z kuponów, a kolejnym pozwolenie, by utrzymywać instrumenty do daty zapadalności. Scenariusz sprzedaży posiadanych papierów dłużnych (podejście aktywne) uznajemy za mało prawdopodobny, gdyż oznaczałoby to presję na rynek długu i niechciane przez Fed turbulencje na rynkach finansowych. W tym miejscu warto podkreślić, iż redukcja sumy bilansowej to proces wieloletni i w opisywanym wariantcie prawdopodobnie potrwa około 5-7 lat. W przypadku amerykańskiego długu rządowego 1,4 bln USD z 2,5 bln USD będących w bilansie Fed to papiery, których termin zapadalności jest mniejszy niż pięć lat.

Wykres 20 Notowania 10-latek niemieckich i amerykańskich [%]



Źródło: Reuters

Wykres 21 Instrumenty w bilansie Fed pod względem zapadalności [bln USD]



Źródło: Federal Reserve

Notowania obligacji bazowych w marcu miały dwie odmienne odstony

Notowania obligacji bazowych w marcu miały dwie odmienne odstony. Początkowo ich dochodowość zwykowała wyznaczać w przypadku Bunda poziom 0,50% tj. ponad roczne maksimum, a amerykańskiej 10-latki 2,60% - szczyt z września 2016 roku.

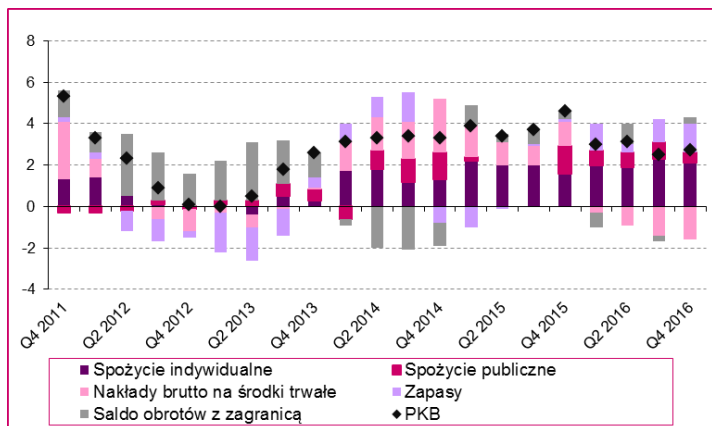
Źródłem wzrostu rentowności były mniejsze obawy towarzyszące wyborom prezydenckim we Francji, po tym jak w sondażu E.Macron wyprzedził M.Le Pen. W reakcji spread francuskich 10-latek do niemieckich odpowiedników zawężał się do miesięcznego minimum tj. poniżej 59 bps. Argumentem za wzrostem dochodowości była ponadto mniej łagodna od oczekiwań wymowa posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego. Wykreślenie sformułowania, iż Rada Prezesów ECB będzie reagować z użyciem wszystkich instrumentów, jakie ma do dyspozycji w ramach swojego mandatu, skutkowało wzrostem dochodowości 10-latki Niemiec do wspomnianego wcześniej maksimum. Z kolei dla obligacji amerykańskich czynnikiem przemawiającym za wzrostem rentowności było przekonanie - po serii jastrzębich komentarzy - iż marcowe posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej zakończy się podwyżką kosztu pieniądza. Ostatecznie posiedzenie Fed w ubiegłym miesiącu zostało wykorzystane do spadku dochodowości amerykańskiego długu, gdyż Rezerwa Federalna wbrew oczekiwaniom inwestorów utrzymała prognozę podwyżek stóp procentowych w skali 75 bps w 2017 roku. Z kolei argumentem za spadkiem rentowności Bunda były nieoficjalne informacje, iż inwestorzy mylnie interpretują sygnały z Europejskiego Banku Centralnego oczekując mniej łagodnej postawy banku.

Według protokołu z marcowego posiedzenia Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego uznała, iż przedwczesne byłoby usunięcie z forward guidance odniesienia do możliwości dalszego cięcia stóp procentowych, jeżeli wskazywałaby na to sytuacja w gospodarce. W niedawnej wypowiedzi prezes EBC Mario Draghi stwierdził ponadto, że przed wprowadzeniem zmian do instrumentów banku (stopy, QE, forward guidance) potrzebne jest mocniejsze przekonanie, że inflacja zbliży się do celu w średnim terminie i pozostanie tam nawet przy mniej sprzyjającym otoczeniu monetarnym. Z tych powodów uważamy, iż wzrost dochodowości Bunda była wynikiem błędnej oceny inwestorów, co do perspektyw polityki pieniężnej w strefie euro. Ta pozostanie prawdopodobnie w tym roku wyjątkowo łagodna, stąd trudno będzie wygenerować obecnie impuls mogący przywrócić rentowność Bunda trwale powyżej poziomu 0,5%. W szczególności, iż wzrost dochodowości niemieckich obligacji sprzyja momenty awersji do ryzyka, których w krótkim terminie za sprawą kalendarza wyborczego w Europie, czy eskalacji konfliktów militarnych na świecie nie powinno zabraknąć. W przypadku krzywej amerykańskiej spodziewamy się stabilizacji notowań w okolicy tegorocznego maksimum tj. 2,60% dla 10-latek i 1,40% w przypadku krótkiego końca krzywej. Jasno określony kierunek polityki monetarnej Fed powinien sprzyjać utrzymywaniu dochodowości na wspomnianych poziomach. Jakikolwiek próby wybicia powyżej powinny być w naszej ocenie reakcją na spadek apetytu na ryzyko premiujący takie aktywa jak amerykański dług.

Oczekujemy stabilizacji notowań amerykańskiego długu

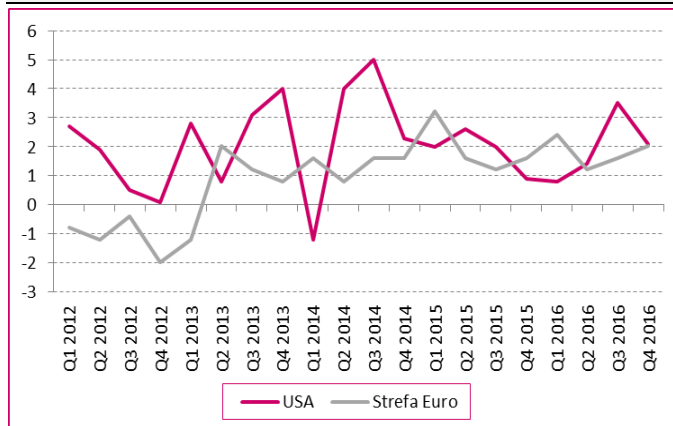
PRZEGLĄD DANYCH

Wykres 22 Dekompozycja wzrostu PKB w Polsce [pkt. proc.]



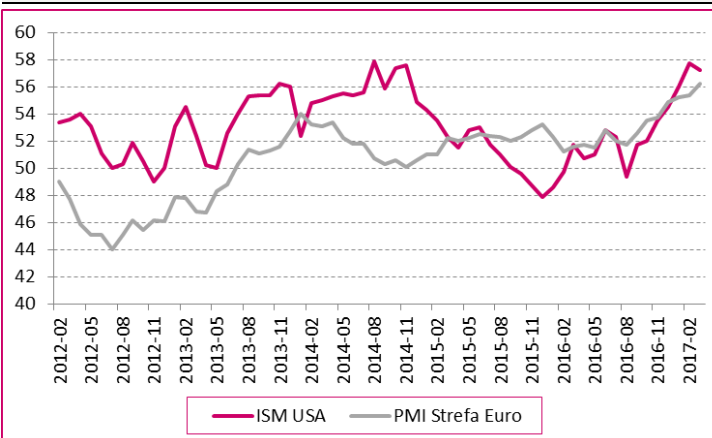
Źródło: Datastream

Wykres 23 Zannualizowana zmiana PKB w USA i strefie euro [%]



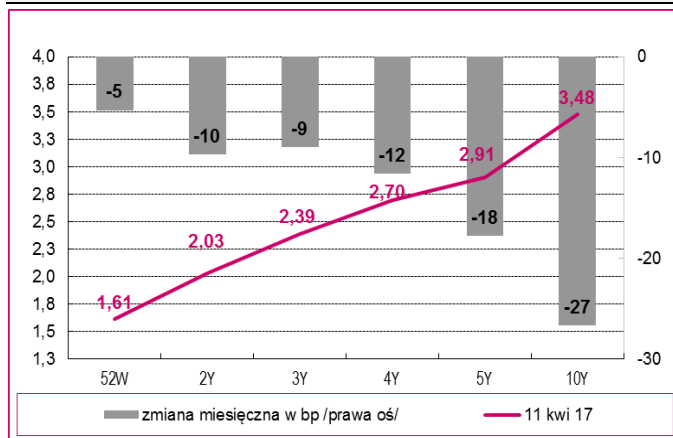
Źródło: Datastream

Wykres 24 Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]



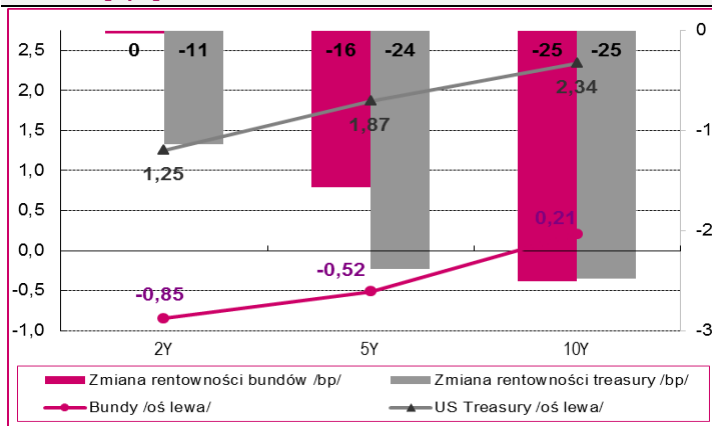
Źródło: Datastream

Wykres 25 Miesięczna zmiana rentowności SPW [bps]



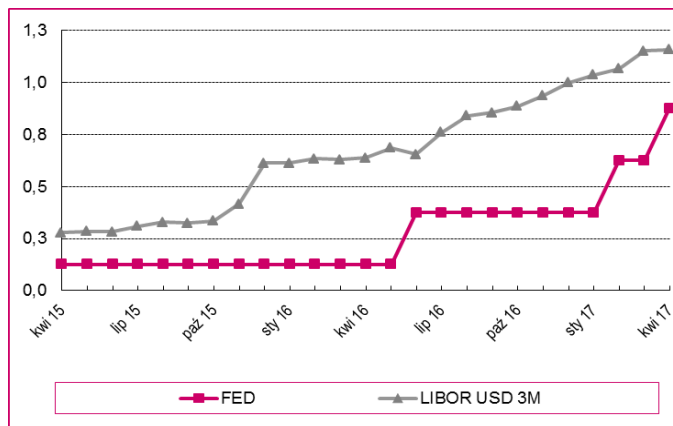
Źródło: Reuters

Wykres 26 Miesięczna zmiana rentowności obligacji USA i Niemiec [bps]



Źródło: Reuters

Wykres 27 Notowania LIBOR USD 3M i Fed fund rate [%]



Źródło: Reuters

DANE I PROGNOZY

DANE I PROGNOZY KRÓTKÓTERMINOWE

	lip 16	sie 16	wrz 16	paź 16	lis 16	gru 16	sty 17	lut 17	mar 17	kwi 17
Inflacja- CPI (% r/r)	-0,9	-0,8	-0,6	-0,2	0,0	0,8	1,7	2,2	2,0	2,1
Inflacja bazowa (% r/r)	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,5	0,6
Ceny producenta - PPI (% r/r)	-0,5	-0,1	0,2	0,6	1,8	3,2	4,0	4,4	4,6	4,4
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	10,7	10,1	9,4	8,7	9,7	9,6	8,5	8,2	8,4	7,5
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-3,4	7,5	3,2	-1,3	3,1	2,1	9,1	1,2	7,0	1,0
Sprzedaż detaliczna (realnie, % r/r)	4,4	7,8	6,3	4,6	7,4	6,1	9,5	5,2	5,6	6,1
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-503	-729	-858	-179	-128	-56	2457	-325	-	-
Eksport (EUR, % r/r)	-5,3	9,3	3,1	-0,5	5,8	5,2	13,8	4,7	-	-
Import (EUR, % r/r)	-7,3	10,7	3,5	3,6	6,3	7,1	16,0	5,3	-	-
Płace, sek. przeds. (% r/r)	4,8	4,7	3,9	3,6	4,0	2,7	4,3	4,0	4,1	4,0
Zatrudnienie, sek. przeds. (% r/r)	3,2	3,1	3,2	3,1	3,1	3,1	4,5	4,6	4,6	4,7
Stopa bezrobocia (%)	8,5	8,4	8,3	8,2	8,2	8,3	8,6	8,5	8,2	7,8

	lip 16	sie 16	wrz 16	paź 16	lis 16	gru 16	sty 17	lut 17	mar 17	kwi 17
Stopa referencyjna (koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 1M (koniec okresu)	1,65	1,65	1,65	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,71	1,71	1,71	1,72	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73
Obligacja 2-letnia (koniec okresu)	1,64	1,64	1,77	1,81	1,96	2,04	2,19	2,22	2,00	2,05
Obligacja 5-letnia (koniec okresu)	2,29	2,15	2,35	2,51	2,87	2,89	3,17	3,13	2,92	3,00
Obligacja 10-letnia (koniec okresu)	2,88	2,77	2,92	3,10	3,65	3,63	3,89	3,82	3,51	3,55
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,35	4,36	4,29	4,31	4,45	4,40	4,32	4,31	4,23	4,25
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	3,90	3,91	3,82	3,92	4,20	4,18	4,00	4,07	3,97	4,00
Kurs EUR/USD (koniec okresu)	1,12	1,12	1,12	1,10	1,06	1,05	1,08	1,06	1,06	1,06

DANE I PROGNOZY ŚREDNIOTERMINOWE

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P
PKB (mld PLN)	1445,3	1566,8	1629,4	1656,8	1719,7	1798,3	1852,5	1944,3
PKB (wzrost realny, %)	3,6	5	1,6	1,4	3,3	3,9	2,8	3,4
Popyt krajowy (wzrost realny, %)	4,2	4,2	-0,5	-0,6	4,7	3,4	2,8	3,5
Spożycie prywatne (wzrost realny, %)	2,6	3,3	0,8	0,3	2,6	3,2	3,6	4,1
Inwestycje (wzrost realny, %)	0	8,8	-1,8	-1,1	10	6,1	-5,5	4,3
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	12,4	12,5	13,4	13,4	11,4	9,7	8,3	7,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,4	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	-1,0
Inflacja CPI (średnio w roku, %)	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii (koniec okresu, % r/r)	1,6	3,1	1,4	1,1	0,5	0,2	0,0	0,9
Saldo sektora general government (% PKB)	-7,3	-4,8	-3,7	-4,1	-3,4	-2,6	-2,4	-3,0
Stopa referencyjna (koniec okresu)	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50
WIBOR 3M (koniec okresu)	3,95	4,99	4,11	2,71	2,06	1,72	1,73	1,75
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	3,97	4,47	4,08	4,15	4,29	4,26	4,40	4,30
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	2,97	3,45	3,09	3,02	3,54	3,92	4,18	4,10

Źródło: GUS, NBP, Reuters, Datastream prognozy Banku Millennium

KALENDARIUM

Kwiecień / Maj

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
13	11 EZ: produkcja przemysłowa GE: ZEW PL: CPI	12 PL: inflacja bazowa US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA	13 GE: CPI PL: bilans handlowy US: PPI, liczba nowych bezrobotnych, indeks uniwersytetu Michigan	14 PL: podaż pieniądza M3 US: CPI, sprzedaż detaliczna
17	18 US: liczba nowych budów, pozwolenia na budowę, produkcja przemysłowa	19 EZ: bilans handlowy, CPI, inflacja bazowa US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, Beżowa Księga Fed PL: płace, zatrudnienie	20 GE: PPI PL: produkcja przemysłowa, PPI, sprzedaż detaliczna US: liczba nowych bezrobotnych	21 GE: wstępne PMI EZ: wstępne PMI PL: opis posiedzenia banku centralnego, decyzja S&P US: wstępny PMI, sprzedaż domów na rynku wtórnym
24 GE: Ifo	25 US: sprzedaż nowych domów, indeks Conference Board	26 PL: stopa bezrobocia US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA	27 EZ: decyzja w sprawie stóp procentowych GE: CPI, sprzedaż detaliczna US: zamówienia na dobra trwałego użytku	28 EZ: podaż pieniądza M3, szacunki inflacji PL: CPI US: PKB, indeks uniwersytetu Michigan
01 US: dochody i wydatki prywatne, PCE deflator, ISM	02 PL: PMI w przemyśle GE: PMI w przemyśle EZ: PMI w przemyśle, stopa bezrobocia	03 EZ: PPI, PKB US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, ADP, decyzja w sprawie stóp procentowych	04 GE: PMI w usługach EZ: PMI w usługach, sprzedaż detaliczna US: raport Challengeera, bilans handlowy, liczba nowych bezrobotnych, zamówienia fabryczne	05 PL: stan rezerw NBP US: zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym, stopa bezrobocia
08 GE: zamówienia fabryczne EZ: indeks Sentix	09 GE: produkcja przemysłowa, bilans handlowy	10 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA	11 US: PPI, liczba nowych bezrobotnych	12 GE: CPI, PKB EZ: produkcja przemysłowa PL: podaż pieniądza M3, CPI, decyzja Moody's US: indeks uniwersytetu Michigan

PL - Polska; GE - Niemcy; US - Stany Zjednoczone; EZ - strefa euro; HU - Węgry; CZ - Czechy; SZ - Szwajcaria, CH - Chiny, JN - Japonia
Źródło: Reuters, Bloomberg, MinFin, PAP

Zespół

BIURA ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista

+48 22 598 22 38

grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl

Urszula Kryńska

Ekonomistka

+48 22 598 20 10

urszula.krynska@bankmillennium.pl

Mateusz Sutowicz

Analitik rynków finansowych

+48 22 598 22 36

mateusz.sutowicz@bankmillennium.pl

Bank Millennium SA

www.millenet.pl

ul. Stanisława Żaryna 2a

02-593 Warszawa

801 331 331

+48 22 598 40 40

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiejkolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.